



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年6月1日

技术硬件及设备

研究部

陈昊飞

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511030015

chenhf@cicc.com.cn

推荐

烽火通信 (600498.SH)

宽带建设开始发力, 股价已经超跌

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,427	4,688	5,684	7,026	8,579
(+/-)	46.0%	36.8%	21.2%	23.6%	22.1%
主营业务利润	928	1,267	1,399	1,733	2,153
(+/-)	32.1%	36.6%	10.4%	24.0%	24.2%
营业利润	167	304	299	435	622
(+/-)	64.4%	82.2%	-1.9%	45.6%	43.2%
净利润	175	262	377	475	616
(+/-)	65.8%	49.6%	44.0%	25.8%	29.8%
每股收益 (元)	0.40	0.59	0.85	1.07	1.39
市盈率 (倍)	67.2	44.9	31.2	24.8	19.1
每股净资产 (元)	5.6	7.2	8.0	8.9	10.1
市净率 (倍)	4.8	3.7	3.4	3.0	2.6
每股分红 (元)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
分红收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
权益收益率	7.3%	9.3%	11.2%	14.7%	16.2%

股票信息

A股	
股票代码	600498.CH
当前股价	人民币 26.65
52周最高价/最低价	人民币 45.1/22.5
总市值 (百万元)	11,774
发行股数 (百万股)	442
主要股东 (持股比例)	武汉邮电科学研究院(56.83%)

最近估值走势

	1周	1个月	6个月	1年
烽火通信	-7.79%	-10.39%	-37.14%	-1.84%
上证指数	-0.33%	-5.76%	-2.83%	5.83%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*郭昊, 冯宇为报告贡献人

公司近况:

如我们前期在报告中提示, 随着五月份中电信 PON 招标的份额确定, 设备商已经开始逐步向运营商省公司交货。虽然部分订单结算可能发生在 3、4 季度, 中报未必很亮丽, 但设备发货是资本开支落实的明确信号, 我们对公司全年的业绩保持乐观。即使保守估计, 公司主营业务收入增长在 23% 以上, 扣非后净利润同比增长在 20% 以上, 当前 PE 仅 26 倍左右。而考虑下半年业绩释放动力和可能的政策刺激, 股价已经明显超跌。

评论:

1) 中国电信 PON 招标省级份额已经基本落实, 公司的份额稳定在 20% 左右, 高于市场上的悲观预测; 同时公司有望在省公司的增量市场拿到高于 20% 的份额。在经历 2011 年的市场份额争夺后, 2012 年各设备厂家会注重产品的盈利状况, PON 毛利将止跌回升。

2) 新业务已经开始贡献收入。我们预计全年新增 ODN 收入在 4 个亿左右, 家庭网关收入 3~4 个亿, 分别带来 7% / 5% 的收入增长。而中电信已经明确 FTTH 是未来的投资重点, 家庭网关市场的增长非常明确。

3) 公司光棒的主要供应商日本藤仓已经开始复产, 同时公司与藤仓的合资公司自产的光棒也已经顺利投产, 全年光纤供应基本不受影响。展望 2012 / 2013 年, G657 型入户光纤将取代普通光纤成为行业的增量。公司经过自主研发, 通过在“芯棒”和“包层”合成过程中添加“下陷层”的技术创新已经比较好的解决了新型入户光纤的预制棒生产能力, 在未来的产品升级竞争中已经先行一步。

我们认为中国电信的 PON 招标落地是设备行业开始发力的起点, 随后的设备招标: 1) 移动 GPON 的招标; 2) 移动传输网 / 骨干网的建设都将陆续启动, 设备行业的发货期已经到来。

同时, 在政策面上我们也能见到更多利好: 1) 据媒体报道, 上海 6 月将出台新建住宅强制光纤到户的建设标准; 2) “国家宽带政策”出台等; 接入网的景气周期在 2 年以上。

估值与建议:

公司当前股价对应 2011 年 / 2012 年市盈率 25 倍 / 19 倍; 公司股票被情绪化的错杀, 建议中长线资金开始配置。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 历史与预测财务指标

人民币百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	3,427.0	4,688.4	5,684.5	7,026.0	8,578.9
营业成本	-2,473.6	-3,388.1	-4,255.7	-5,254.6	-6,379.8
主营业务利润	927.9	1,267.3	1,398.5	1,733.5	2,152.8
销售费用	-351.6	-374.5	-470.1	-555.1	-669.2
管理费用	-368.0	-545.1	-676.5	-772.9	-926.5
财务费用	13.6	2.5	10.5	21.1	25.7
税前利润	226.3	390.5	495.9	630.5	818.2
净利润	175.3	262.1	377.4	474.6	615.9
现金流量表					
经营活动现金流	238.9	268.7	200.4	282.4	711.2
运营资本的变化	190.1	-379.1	282.8	-476.7	-222.9
投资活动现金流	-142.3	-399.2	-298.7	-211.4	-295.6
资本支出	-190.5	-241.9	-295.6	-295.6	-295.6
融资活动现金流	-258.3	766.2	-160.8	-67.3	-67.3
资产负债表					
货币资金	1,197.1	1,830.0	1,569.2	1,572.9	1,921.3
应收账款	1,180.6	1,245.8	1,318.8	1,482.0	1,809.5
存货	2,011.5	2,504.3	3,152.6	3,883.9	4,715.5
固定资产	723.8	783.7	938.7	1,025.6	1,143.6
短期借款	6.0	340.4	280.2	280.2	280.2
应付账款	830.5	1,152.3	1,455.5	1,726.8	2,108.5
少数股东权益	328.7	389.7	478.5	590.3	735.3
股东权益	2,459.7	3,198.4	3,512.9	3,921.2	4,470.8
总资产	5,654.4	7,241.0	8,085.1	9,558.8	11,318.8
财务指标					
成长性指标					
营业总收入增长率	46.0%	36.8%	21.2%	23.6%	22.1%
净利润增长率	65.8%	49.6%	44.0%	25.8%	29.8%
赢利性指标					
毛利率	27.8%	27.7%	25.1%	25.2%	25.6%
三项费用	20.6%	19.6%	20.0%	18.6%	18.3%
息税前利润率	4.5%	6.5%	7.0%	7.1%	7.5%
净利润率	5.1%	5.6%	6.6%	6.8%	7.2%
收益率指标					
资产收益率	3.3%	4.1%	4.9%	5.4%	5.9%
净资产收益率	6.5%	8.2%	10.0%	11.2%	12.7%
营运效率性指标					
应收帐款回收期(天)	111.8	93.2	81.2	71.8	69.1
存货周转期(天)	263.4	239.9	239.3	241.0	242.6
估值指标					
每股收益(元)	0.40	0.59	0.85	1.07	1.39
每股经营现金流(元)	0.54	0.61	0.45	0.64	1.61
市盈率	67.2	44.9	31.2	24.8	19.1
市净率	4.8	3.7	3.4	3.0	2.6
股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.6%	0.6%
股权收益率	7.3%	9.3%	11.2%	14.7%	16.2%
每股股利(元)	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2
每股净资产(元)	5.6	7.2	8.0	8.9	10.1

资料来源: 彭博咨询, 公司数据, 中金公司研究部

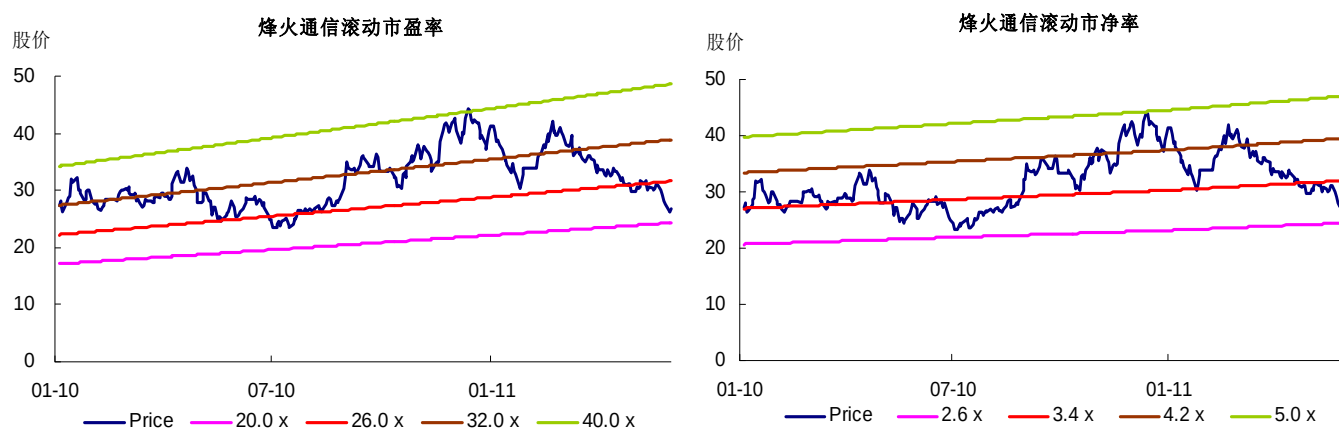
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 2: 可比公司估值

公司名称	货币	股价	市盈率			市净率			股利收益率		
		(当地货币)	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
港股											
京信通信	HKD	8.6	16.1	12.5	9.6	3.6	3.1	2.6	2.1%	2.7%	3.5%
星辰通信	HKD	1.8	8.5	6.7	5.7	0.9	0.9	0.8	2.6%	3.0%	3.4%
中兴通讯-H	HKD	27.7	29.5	24.4	19.9	4.0	3.6	3.1	0.8%	0.9%	1.1%
中值			16.1	12.5	9.6	3.6	3.1	2.6	2.1%	2.7%	3.4%
均值			18.0	14.5	11.8	2.8	2.5	2.1	1.8%	2.2%	2.6%
A 股											
优化测试类公司											
三维通信	CNY	15.2	32.3	23.4	18.8	4.4	4.2	3.6	1.0%	1.2%	1.5%
三元达	CNY	22.0	68.9	60.8	21.2	5.0	4.0	2.7	0.7%	0.9%	1.2%
中创信测	CNY	13.9	39.1	28.8	20.1	4.3	3.8	3.2	0.9%	1.0%	1.4%
世纪鼎利	CNY	24.8	30.1	21.5	15.7	3.4	3.2	2.7	2.3%	2.7%	0.0%
华星创业	CNY	15.7	31.5	25.3	16.7	4.3	3.2	2.5	0.6%	1.2%	0.0%
国脉科技	CNY	12.9	n.a.	30.0	20.7	n.a.	6.4	4.7	n.a.	n.a.	n.a.
亿阳信通	CNY	8.8	44.8	34.6	29.4	3.2	n.a.	n.a.	1.0%	n.a.	n.a.
中值			35.7	28.8	20.1	4.3	3.9	3.0	0.9%	1.2%	1.2%
均值			41.1	32.1	20.4	4.1	4.1	3.2	1.1%	1.4%	0.8%
光通信类公司											
亨通光电	CNY	25.2	22.3	20.1	15.1	2.8	2.4	2.1	1.1%	0.8%	1.1%
中天科技	CNY	22.8	17.6	16.9	11.9	3.9	3.2	2.4	0.0%	0.0%	0.0%
烽火通信	CNY	26.7	31.2	24.8	19.1	3.4	3.0	2.6	0.6%	0.6%	0.6%
光迅科技	CNY	35.8	45.1	33.4	26.0	5.5	4.0	2.6	0.7%	0.7%	0.8%
中值			26.8	22.5	17.1	3.6	3.1	2.5	0.6%	0.6%	0.7%
均值			29.1	23.8	18.0	3.9	3.1	2.4	0.6%	0.5%	0.6%
美股											
国人通信	USD	2.3	5.2	4.2	3.3	0.33	0.31	0.28	0.0%	0.0%	0.0%
Powerwave	USD	3.7	33.9	18.4	12.2	23.5	7.5	4.9	n.a.	n.a.	n.a.
思科	USD	16.5	10.3	10.3	9.5	2.1	1.9	1.7	0.0%	0.7%	1.5%
康宁	USD	19.9	9.6	9.7	8.9	1.7	1.4	1.2	1.0%	1.0%	1.1%
中值			5.2	9.7	8.9	1.0	1.6	1.5	0.0%	0.7%	1.1%
均值			-6.5	3.4	-9.3	4.6	2.4	1.8	3.0%	6.2%	6.4%
日股											
信越	JPY	4215.0	22.6	16.1	15.8	1.3	1.2	1.2	2.4%	2.4%	2.4%
住友电工	JPY	1169.0	30.9	13.4	13.3	1.0	1.0	0.9	1.2%	1.6%	1.7%
中值			26.8	14.7	14.5	1.2	1.1	1.0	1.8%	2.0%	2.0%
均值			26.8	14.7	14.5	1.2	1.1	1.0	1.8%	2.0%	2.0%

资料来源：彭博咨询，公司数据，中金公司研究部

图表 3: P/E 和 P/B



资料来源：彭博咨询，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED